

中国宏观数据点评：三季度经济增速略超预期，但9月实体经济数据显示内需继续走弱

核心观点：中国三季度实际经济增速继续放缓，但仍略好于市场预期。我们相信仍具韧性的出口贸易帮助支撑了三季度的经济增速。从单月数据来看，由工业生产所代表的供给端数据9月有所改善，然而内需相关指标仍走弱。我们尤其担心房产销售的持续走弱以及已经跌至同比负增速的固定资产投资。7月底的一系列促消费政策成效亦仍有待观察。外需数据尽管仍具韧性，前景却由于特朗普重提加征中国商品关税而存在较大下行风险。我们近期将关税战在今年年底阶段性再起的可能性提高10个百分点到40%。往前看，虽然我们估计四季度经济增速会进一步下滑，但是预计5.0%左右的全年经济增速目标大致可以实现。因此，我们认为四季度会推出的经济刺激政策或较为有限。货币政策上我们维持年内还有50个基点降准和10-20个基点降息的基本预测。财政政策上两个潜在政策措施或为提前下达部分明年地方政府债券限额以及为地方政府偿还拖欠的企业账款提供支持。接下来重点关注本月23日闭幕的二十届四中全会提供的“十五五”规划线索、月底潜在的中美元首会晤、以及特朗普宣称的11月1日对中国商品加征100%关税是否会兑现。

三季度实际经济同比增速再下滑0.4个百分点到4.8%，仍略好于市场预期（4.7%）。名义GDP增速再下滑0.2个百分点到3.7%。三季度环比经济增速较下修后的二季度经济增速加快0.1个百分点到1.1%，显著好于市场预期的0.8%（图表1）。分行业看，第二产业经济同比增速下滑较多，放缓0.6个百分点到4.2%，第三产业经济同比增速也放缓0.3个百分点到5.4%（图表2）。尽管按支出法细分的GDP贡献数据尚未公布，我们相信仍具韧性的出口贸易帮助支撑了三季度的经济增速：三季度商品贸易顺差较去年同期增加12.4%。此外，累计城镇居民人均实际可支配收入增速较今年上半年再下滑0.3个百分点到4.4%，跌幅继续大于实际经济增速。

9月实体经济数据显示投资和消费继续走弱，但工业生产反弹。其中：

9月社会消费品零售总额同比增速连续4个月下滑，不过读数符合市场预期。社会消费品零售总额同比增速从8月的3.4%再下滑至3.0%（图表4）。细分来看，商品零售增速的减慢仍是主要原因，走低0.3个百分点到3.3%（图表3）。其中家电（9月：3.3%，8月：14.3%）零售增速下滑最为明显，除了今年消费品“以旧换新”政策边际效用递减的因素之外，去年9月家电零售增速在政策支持下显著上升导致的高基数效应也是重要原因。家具零售增速亦小幅下滑2.4个百分点到16.2%。不过另外两个受益于“以旧换新”政策的耐用品——通讯器材（9月：16.2%，8月：7.3%）和汽车（9月：1.6%，8月0.8%）的零售增速则有所改善。尤其是手机新机上市推动了通讯器材销售的显著改善，然而这一效应或并不能持久。此外，金银珠宝零售增速下滑7.1个百分点到9.7%，但仍维持较高增速。服务消费仍具韧性：服务零售累计增速反弹0.1个百分点到5.2%，但是餐饮消费同比增速下滑1.2个百分点到0.9%，或受到中秋节假日错位影响。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025年10月20日



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

数据点评

中国宏观数据点评

固定资产投资累计同比增速再显著下滑1.0个百分点，转负到-0.5%。这一读数继续低于市场预期的0.1%。细分数据来看，三大主要分类投资增速均继续下滑（图表5）。具体地说：

1. **房地产行业数据9月大多继续走弱。**从投资上看，9月房地产开发投资累计同比跌幅继续扩大1.0个百分点到-13.9%，再次弱于市场预期的-13.1%。不过新开工面积累计同比跌幅收窄0.6个百分点到-18.9%。从销售上看，不论是按销售面积（9月：-5.5%，8月：-4.7%）还是按销售额（9月：-7.9%，8月：-7.3%）计算的商品房销售累计同比增速9月均继续下滑（图表6）。高频数据显示房产销售面积在10月前19天较去年同期跌20.7%，而9月全月为17.0%的正增长（图表7）。从房价来看，70大中城市新建商品房价格环比跌幅在9月略微扩大0.1个百分点到-0.4%，其中一、二线城市房价环比跌幅分别扩大0.2和0.1个百分点到-0.3%和-0.4%，三线城市跌幅维持在0.4%不变（图表8）。
2. **基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增速9月再大幅下滑0.9个百分点到1.1%。**不过，中央政府已经在9月底宣布推出新型政策性金融工具，初始额度为人民币5000亿元。国家开发银行宣布截至10月17日，国开新型政策性金融工具已经投放1893.5亿元、或可拉动项目总投资约2.8万亿元。该政策或帮助基建投资增速在年底前触底反弹（参见：[国家发改委推出新型政策性金融工具，推动扩大有效投资](#)）。
3. **制造业投资增速再下滑1.1个百分点到4.0%。**特朗普10月重提加征中国商品关税或让本就走弱的制造业企业的投资信心雪上加霜。

工业生产总值同比增速反弹且远超预期。工业生产总值同比增速加快1.3个百分点到6.5%（市场预期为5.0%）。从细分数据来看，制造业生产增速9月反弹1.6个百分点到7.3%，是主要推动力，其中高技术工业生产增速加快1.0个百分点到10.3%。与此同时，采矿业的工业生产总值亦反弹1.3个百分点到6.4%。不过，电力、热力、燃气及水生产和供应业的工业生产总值继续放缓1.8个百分点到0.6%。

全国城镇调查失业率9月回落0.1个百分点到5.2%，低于预期的5.3%。31大城市失业率亦回落0.1个百分点（图表9）。

虽然三季度GDP同比增速略好于市场预期，但是9月实体经济数据显示的内需放缓仍令人担心。在今日（10月20日）上午经济数据发布之后，沪深300指数早盘涨0.8%。尽管从工业生产来看，供给端数据9月有所改善，但内需相关指标仍全面走弱：从房地产来看，不论是9月硬数据还是10月迄今为止的高频数据均显示自4月起的房产销售走弱趋势仍在继续，拖累房地产投资跌幅加快扩大。尽管8-9月的一系列购房政策有所优化、尤其是在一线城市，但是目前为止成效似乎较为有限。从居民消费来看，7月底公布的育儿补贴和逐步推行免费学前教育等促消费政策成效尚不明显，社会消费品零售增速仍继续面临高基数的挑战。

此外，通胀率依然维持在负数，尽管边际上有所改善：9月CPI同比通胀率回升0.1个百分点到-0.3%，仍略逊于市场预期（-0.2%）。从细节来看，继续下行的猪肉价格仍然拖累食品价格。核心CPI连续5个

月回升，上升 0.1 个百分点到 1.0%，得益于金价上升导致的黄金珠宝价格上涨以及耐用品价格的温和回升（图表 10）。服务 CPI 同比通胀率维持在 0.6% 不变。与此同时，“反内卷”继续帮助缓解 PPI 的紧缩程度（9 月：-2.3%；8 月：-2.9%）。

外需数据尽管仍具韧性，前景却存在较大下行风险。9 月出口增速超预期反弹 3.9 个百分点到 8.3%，商品贸易顺差继续维持在 900 亿美元以上。分地区来看，中国对美国的出口跌幅 9 月收窄 6.1 个百分点到 -27%，中国对韩国、欧盟和印度的出口增速有所加快，但对东盟、日本和中国台湾地区的出口增速放缓（图表 11）。10 月，美国对中国船舶加征港口费，中国宣布加强稀土相关物项出口管制，而后特朗普威胁 11 月 1 日起再加征 100% 的关税，中美贸易关系再次恶化。我们并不意外中美关税冲突在“休战”期间突然升级，但认为特朗普 100% 关税的威胁更多还是谈判手段，我们依然认为中美关税今年年内大概率仍会维持现状。

不过，不可否认的是相比 4 月中旬美国将关税战矛头指向全世界而导致股债双杀的局面，当前美国的谈判条件已经有所改善，尤其是其和大多数国家的关税纷争已经尘埃落定。因此，我们[最近](#)将中美关税税率在下半年维持现状的概率略微调低至 60%，并认为有 40% 的可能性关税战将阶段性再起。如果美国在 11 月 1 日正式对中国产品再加征 100% 关税，那么我们认为大概率中国亦会同比例加征美国商品关税，且推出其他反制措施。从双方的经济体量以及现阶段的贸易联系来看，双方长期阻断正常贸易往来的可能性依然很低。

然而，即便美国对华进口商品关税没有进一步加征，我们亦注意到特朗普二次上任后对中国商品加征关税以来，中国对美国的出口增速自今年 4 月起转负，平均同比增速跌至 -26% 左右（图表 4）。我们认为对美出口的下降仍将影响整体出口表现，预计中国四季度出口增速或从三季度的 6.6% 显著滑落，甚至在高基数的情况下个别月份出口增速有可能转负。

虽然我们预计四季度经济增速会进一步下滑，但是 5% 左右的全年经济增速目标大致可以实现。我们计算若四季度经济增速达到 4.4%，全年经济增速就可以达到 5%。即便在经济动能转弱和基数上升的背景下，四季度经济增速略低于 4.4%，全年经济增速的偏离程度或会较为有限。这也就意味着，**四季度会推出的经济刺激政策或较为有限。**

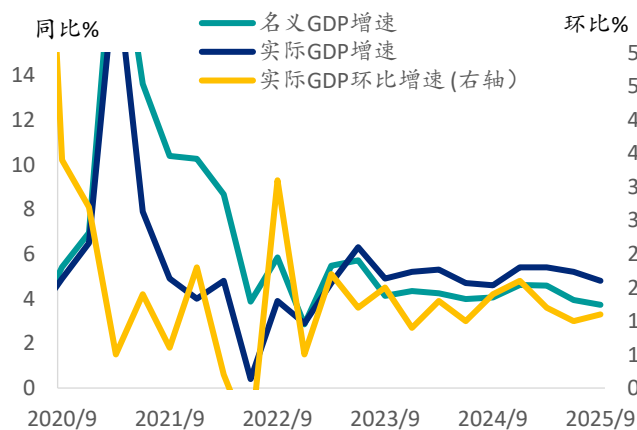
- **财政政策方面，有两个潜在的政策措施：提前下达部分明年地方政府债券限额以及为地方政府偿还拖欠的企业账款提供支持。**我们早在 5 月下旬发布的[下半年经济展望报告](#)中提出的额外财政资金支持已经在 9 月底以人民币 5000 亿元的新型政策性金融工具的形式兑现。我们相信在政策支持下，基建投资增速或开始回升，成为稳整体投资增速的关键所在，尽管成效的显现可能存在一定时滞。我们认为短期内的政策重点或是落实新型政策性金融工具和逐步推行学前教育免费，以及观察育儿补贴发放的成效为主。此外，不排除在年内中央政府会提前下达部分明年地方政府债券限额，以及彭博社在 9 月报道的、政府引导国有商业银行和政策性银行，向地方政府的融资平台和关联企业提供贷款，以支持偿还拖欠的企业账款。

- 货币政策方面，我们依然维持今年年内还有 50 个基点降准和 10-20 个基点降息的基本预测。从内部条件来看，9 月信贷数据显示信贷需求未见边际改善：9 月新增人民币贷款较去年同期少增 3000 亿元，尽管这主要是因为短期贷款的缩减，而中长期贷款亦略微减少 300 亿元（图表 13）。从外部条件来看，由于政府“关门”，美联储降息预期近期又有所升温。美联储的潜在降息和近期人民币汇率较为稳健的表现，为中国降息创造了更有利的外部政策空间。我们维持今年四季度还有 50 个基点降准和 10-20 个基点降息的基本预测。

接下来需重点关注 23 日四中全会公报中“十五五”规划的线索、10 月底潜在的中美元首 APEC 峰会会晤、以及特朗普的关税威胁是否会兑现。按照惯例，10 月 23 日下午会议结束后将发布公报，而后几天或有更为详细的会议《决定》全文发布（上届会议是在 5 天后发布）。而包含具体数字目标的“十五五”规划纲要全文则要等到明年两会，全国人大常委会审议通过后发布（参见：[月度中国宏观洞察：对四中全会和“十五五”规划有何期待？](#)）。在中美关系上，我们认为两国元首若能实现面对面会晤或有助于解决当前在关税、稀土出口管制等问题上的争端，但并不能排除关税战卷土重来的可能性。

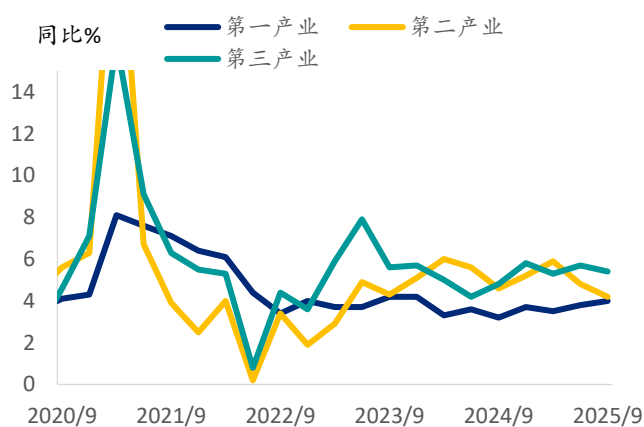
投资风险：关税战再升级，中美关系恶化从贸易扩散到其他领域；地缘政治风险；房地产行业迟迟不能企稳；政策推出和成效不及预期；通胀恢复慢于预期。

图表 1：三季度实际和名义 GDP 同比经济增速均下滑，但实际 GDP 环比增速略微回升



资料来源：同花顺，浦银国际

图表 2：分行业看，今年第三季度第二产业经济同比增速放缓明显，第三产业增速亦有所下滑



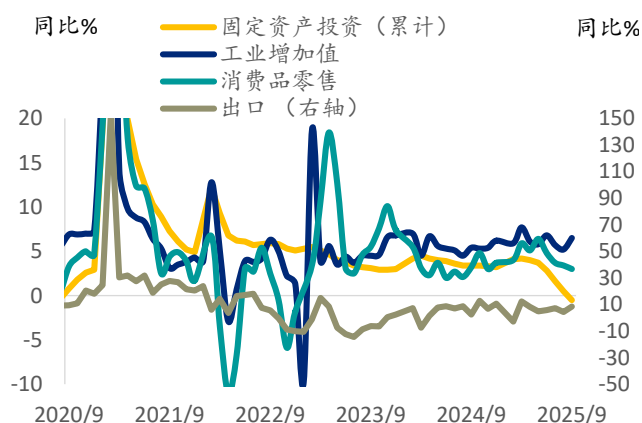
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 3：社会消费品零售总额增速 9 月继续下滑，主要受商品消费拖累

	9月同比增速 (%)	8月同比增速 (%)	2019年同期 (%)	9月 / 19年同期 (%)
社会消费品零售总额	3.0	3.4	7.8	38.5
服务零售 (累计)	5.2	5.1		
餐饮	0.9	2.1	9.4	9.6
商品零售	3.3	3.6	7.6	43.4
必需品				
日用品类	6.8	7.7	12.0	56.7
能源类	-7.1	-8.0	-0.4	1775.0
自选消费				
服装鞋帽针纺织品类	4.7	3.1	3.6	130.6
化妆品类	8.6	5.1	13.4	64.2
金银珠宝类	9.7	16.8	-6.6	-147.0
通讯器材类	16.2	7.3	8.4	192.9
汽车类	1.6	0.8	-2.2	-72.7
住房相关				
家用电器和音像器材类	3.3	14.3	5.4	61.1
家具类	16.2	18.6	6.3	257.1
建筑及装潢材料类	-0.1	-0.7	4.2	-2.4

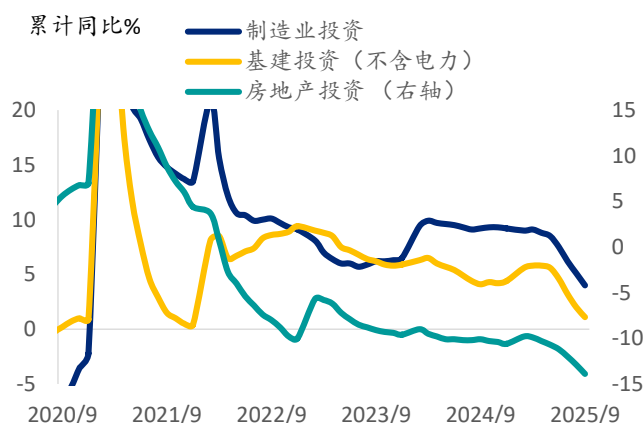
资料来源：国家统计局、同花顺、浦银国际

图表 4：9 月出口和工业增加值同比增速回升，消费和投资增速继续下滑



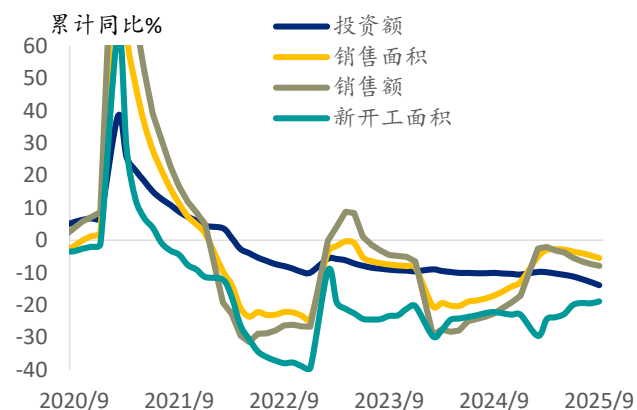
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 5：固定资产投资三大分项 9 月均继续下滑



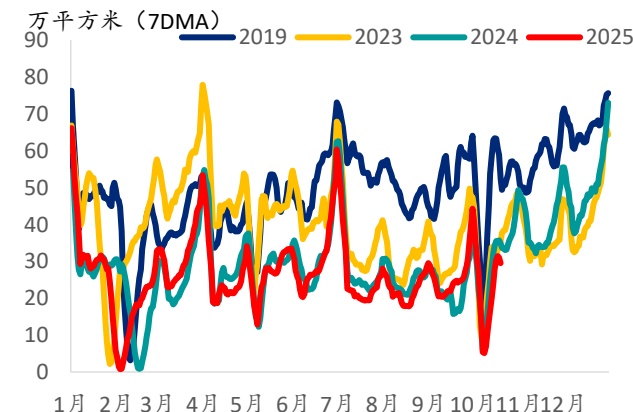
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 6：9 月房地产投资和销售数据走弱，新开工跌幅收窄



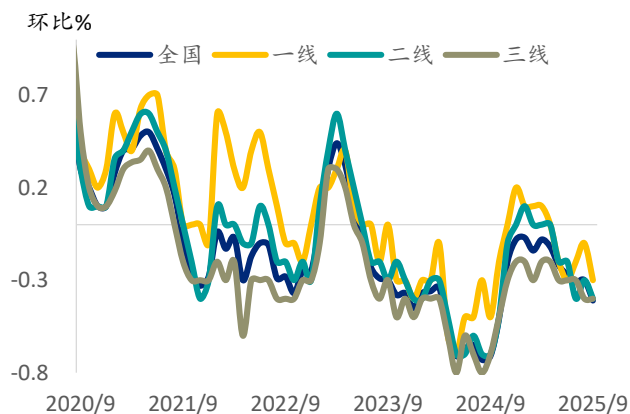
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 7：30 大中城市商品房销售 10 月前 19 天较去年同期跌 20.7%，弱于 9 月的 17.0%正增长



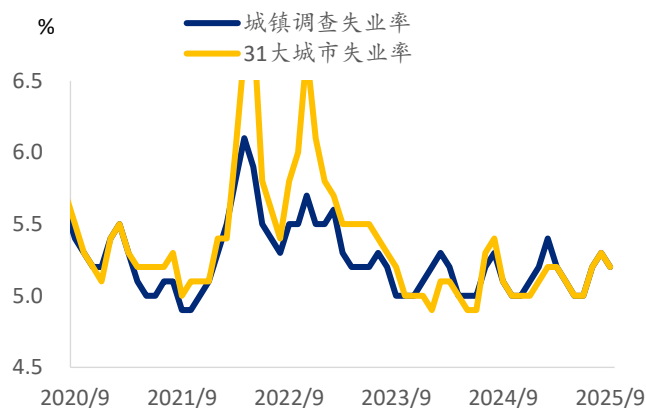
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 8: 70 大中城市新建商品房价格环比跌幅 9 月略微扩大, 一二线城市房价跌幅均有扩大



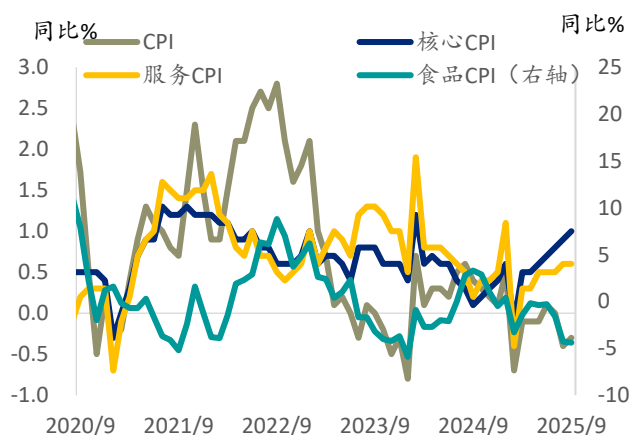
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 9: 9 月全国城镇失业率回落 0.1 个百分点到 5.2%



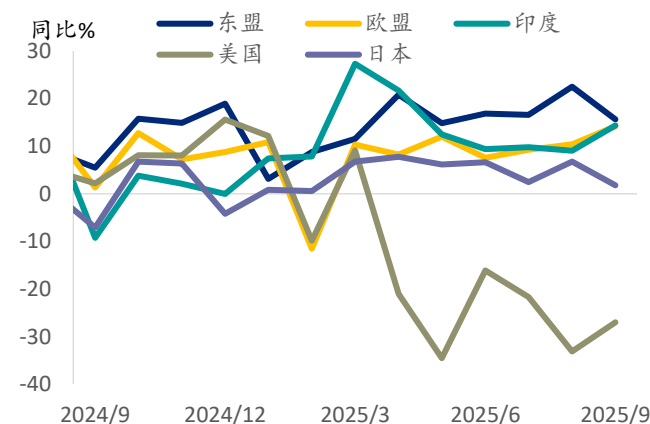
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 10: CPI 同比通胀率 9 月略微改善, 核心 CPI 持续 5 个月回升



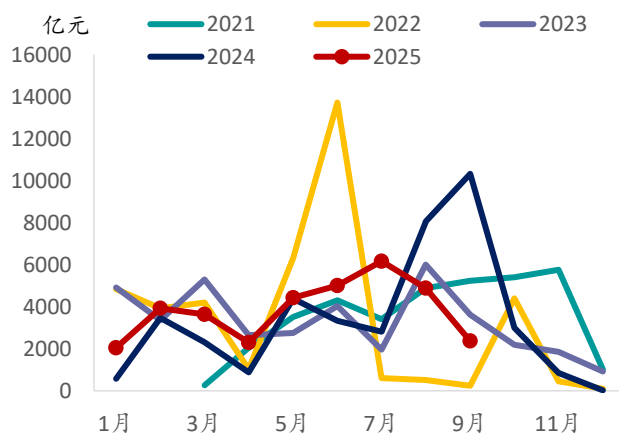
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 11: 中国对美国出口同比跌幅 9 月收窄



资料来源: 同花顺、浦银国际

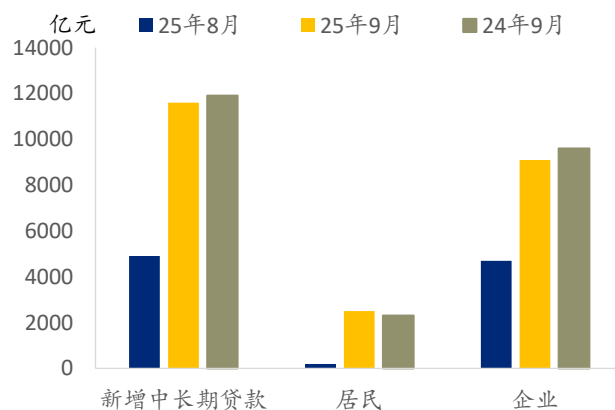
图表 12: 地方政府专项债发行 9 月继续回落



资料来源: 财政部、同花顺、浦银国际

注: 2025 年 9 月数据来自同花顺, 此前数据来自财政部, 或有小许出入

图表 13: 新增人民币贷款较去年同期下降明显, 其中中长期贷款亦略微减少



资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 14：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 10 月 13 日	特朗普宣称将对对中国加征 100%关税，如何看待中美关税战前景？
2025 年 9 月 30 日	月度中国宏观洞察：对四中全会和“十五五”规划有何期待？
2025 年 9 月 29 日	国家发改委推出新型政策性金融工具，推动扩大有效投资
2025 年 9 月 15 日	中国宏观数据点评：8 月实体经济数据继续走弱，期待政策支持
2025 年 9 月 2 日	宏观主题研究：基建投资增速缘何下滑，会持续多久？
2025 年 8 月 29 日	月度中国宏观洞察：7 月实体经济数据走弱，对政策刺激有何期待？
2025 年 8 月 15 日	中国宏观数据点评：7 月实体经济数据走弱
2025 年 7 月 30 日	月度中国宏观洞察：二季度经济好于预期，但下半年挑战犹存
2025 年 7 月 15 日	中国宏观数据点评：二季度 GDP 继续超预期，但 6 月数据显示内需放缓
2025 年 6 月 25 日	月度中国宏观洞察：内需复苏分化，短期政策或仍重落实
2025 年 6 月 16 日	中国宏观数据点评：5 月消费表现强劲，但投资和生产数据逊于预期
2025 年 5 月 24 日	2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025 年 5 月 19 日	关税担忧拖累 4 月经济表现，政策短期内或转入“边走边看”模式
2025 年 5 月 7 日	降准降息和其他一揽子金融政策支持发布
2025 年 5 月 2 日	月度中国宏观洞察：一季度经济好于预期，二季度起迎战高关税
2025 年 4 月 16 日	中国宏观数据点评：一季度 GDP 和 3 月实体经济数据均好于预期，后续关注关税影响和增量刺激政策
2025 年 4 月 3 日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025 年 3 月 31 日	月度中国宏观洞察：两会明确政策方向，迎接更严峻外需挑战
2025 年 3 月 17 日	中国宏观数据点评：1-2 月实体经济数据均好于预期
2025 年 3 月 5 日	2025 年《政府工作报告》解读：以促内需和发展新质生产力为重点助力经济增长
2025 年 2 月 11 日	月度中国宏观洞察：消费动能尚可，关税战提前增加经济不确定性
2025 年 1 月 17 日	四季度经济增速超预期加快，12 月实体经济数据再显政策成效
2025 年 1 月 8 日	大规模设备更新和消费品以旧换新政策再次升级
2024 年 12 月 16 日	11 月消费和投资增速放缓，经济复苏仍需政策支持
2024 年 12 月 12 日	中央经济工作会议解读：政策刺激继续，将扩大内需摆在更重要位置
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 15 日	10 月实体经济数据继续体现政策成效，但复苏尚不均衡和稳固
2024 年 11 月 8 日	人大常委会公布地方政府化债资金规模并预告后续财政刺激政策
2024 年 11 月 6 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 对中国经济和金融市场影响几何？
2024 年 10 月 18 日	三季度经济增速和 9 月实体数据好于预期，后续仍需政策支持
2024 年 10 月 17 日	住建部发布会宣布增量措施促进房地产市场平稳健康发展
2024 年 10 月 12 日	财政部发布会预告短期增量政策措施，指明中期政策方向
2024 年 10 月 8 日	国家发改委发布会介绍一揽子政策推进情况，并预告政策支持措施
2024 年 10 月 3 日	月度中国宏观洞察：财政刺激或蓄势待发，加码经济复苏
2024 年 10 月 2 日	货币政策宽松已到位，财政刺激将如何发力？
2024 年 9 月 24 日	国新办发布会宣布一系列政策稳经济、支持房地产和资本市场
2024 年 9 月 14 日	8 月实体经济数据弱于市场预期，增量政策刺激或蓄势待发
2024 年 8 月 29 日	月度中国宏观洞察：静待经济动能改善
2024 年 8 月 15 日	7 月实体经济数据喜忧参半，稳经济仍需政策发力
2024 年 7 月 31 日	二季度政治局会议解读：新一轮政策刺激周期再获确认
2024 年 7 月 29 日	月度中国宏观洞察：新一轮政策支持开启，中期改革计划已清晰
2024 年 7 月 24 日	央行 7 月意外降息或意味着新一轮政策支持的开始
2024 年 7 月 18 日	三中全会公报解读：稳中求进建设高水平社会主义市场经济体制和实现高质量发展
2024 年 7 月 16 日	宏观主题研究：美国大选将如何影响中国经济和中美关系？
2024 年 7 月 15 日	二季度经济增速不及预期，政策支持仍需发力
2024 年 6 月 20 日	月度中国宏观洞察：促内需仍是关键，对 7 月两大会议有何期待？
2024 年 6 月 17 日	5 月实体经济数据喜忧参半，内需尚无明显改善
2024 年 5 月 30 日	2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024 年 5 月 17 日	新一轮全国性房地产支持政策解读
2024 年 5 月 17 日	4 月经济数据凸显内需仍疲软，政策支持仍需继续
2024 年 4 月 30 日	一季度政治局会议解读：对房地产行业的支持或再升级
2024 年 4 月 22 日	月度宏观洞察：中国经济增速好于预期，降低推出显著刺激可能性

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

